

経済を読む眼

Fed はどこまでバランスシートを削減できるか？*1

2026年4月16日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. Fed は昨年末に QT を止めたが、次期 FRB 議長候補の Warsh 氏は Fed のバランスシートを更に縮小すべきと主張しており、FOMC でも 3 月会合で議論が一部始まった。本問題の考察は、Fed がどのような準備供給システムを採るべきかという視点から、日銀等他國中銀にも参考になる部分がある。
2. Fed が準備預金供給を削減できるかは、まずはサブプライムローン問題が生じる前の政策金利が Fed の貸出金利で決まる準備預金システム（ceiling system ないし corridor system）に戻るのであれば、大幅に削減できる。
3. しかしこの考え方は Bowman FRB 副議長等少数派が支持しているに過ぎない。Fed の大宗は、これは銀行にコストをかけて準備預金需要を減らせるほか政策金利を準備預金金利リスクプレミアム分だけ高く設定するので、非効率かつ実効性に欠けるとの考え方。彼らは、政策金利が準備預金金利近辺で決まる現在の floor system の維持が効率的かつ実効的と考えている。
4. Floor system を維持する下で準備預金削減のために採り得る方策は 2 種類。
 - 第 1 に、流動性規制・監督を見直したり、Fed の discount window を銀行が常時自由に使えるようにするといった工夫がある。しかし流動性規制・監督の見直しは準備預金削減の観点からではなくそれ自体の本来的な必要性から決めるべきであり、FRB 内で Bowman 氏対 Barr 氏の様相。
 - 第 2 に、銀行が量的緩和期に定期預金を減らして要求払い預金を大幅に増やした負債構造（中銀への流動性依存の姿）を、正の金利が付く時代に即した預金構造に戻させることである。2023 年の Silicon Valley Bank の破綻を挙げるまでもなく、こうした流動性管理の必要性が銀行に浸透すれば、準備預金需要も自ずと減少しよう。そうでないと、今後、量的緩和政策を実施する度に銀行の流動性依存が強まる副作用が生じ得る。
5. ただ、Fed のバランスシートを削減するメリットとして、インフレ圧力が軽減されるとは殆ど考え難い他、Fed が準備預金への付利を止めれば国民の税負担が減少するのではないかという期待も満たされることはないだろう。

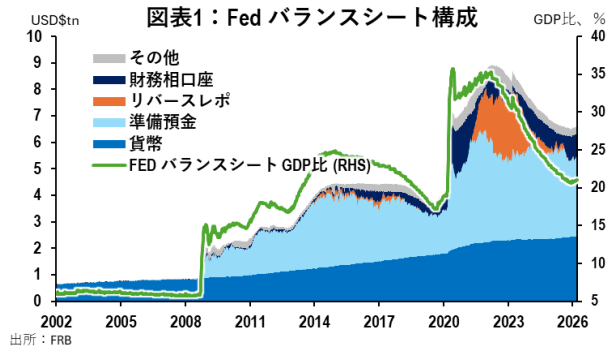
*本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。また、本稿作成にあたり、長田健埼玉大学教授から有益なご意見を頂いた。但し、あり得べき誤りは、すべて執筆者に属する。

¹ 本稿は、2026年4月14日現在のデータ・情報に基づいている。

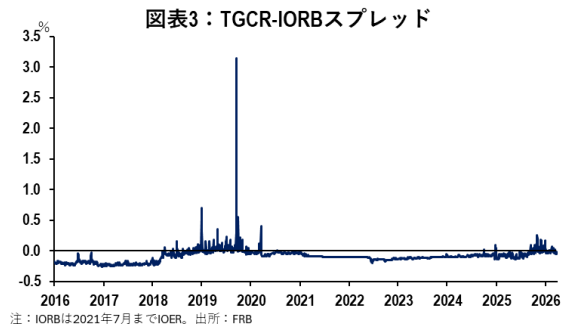
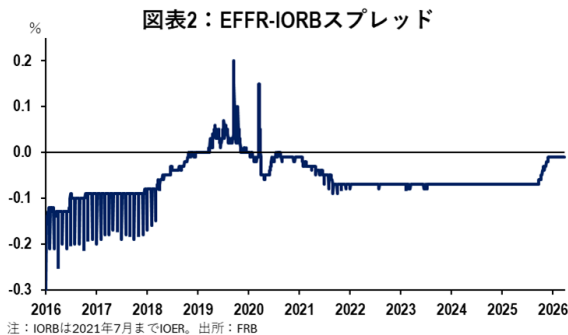
1. はじめに～本稿の目的

次期FRB議長にトランプ大統領から指名されている Warsh 氏は、2008年のGFC（世界金融危機）発生時に Fed が大幅に流動性供給を増やした後、金融システム危機が収まっても、景気回復と物価押し上げを目指して第2弾の量的緩和（QE2）を実施して更に自らのバランスシートを拡大し、その後も量的緩和（QE）を経済情勢に応じて拡大し、昨年12月に量的引き締め（QT）に転じても、然程縮小させずに現在に至っていることを批判している²（図表1）。Warsh

氏の論法では、Fed は景気・物価の調節のためにQEを多用することで、財政政策と金融政策の境界に足を踏み入れたことにより、これまでの財政政策を所与とした金融政策から、財政政策の帰趨まで決められる monetary dominance になっており、これこそが本当の脅威である、としている。そこから、彼は Fed のバランスシートを大幅に縮小すべきと提唱し、そうすればインフレ圧力も低まり、政策金利も引き下げられる、と述べている。



一方、Fed は、QT によって準備預金を減少してきた結果、市場金利が荒れるようであれば、——具体的には政策金利である FF 金利（EFFR）が準備預金金利（IORB）近辺で安定的に推移し、市場ではトライパーティレポ金利（Tri-Party General Collateral Rate, TGCR）が IORB を 10bp 程度下回るといった関係が安定的でなくなる兆しが出たところで、——準備預金の削減を止めることが経済の効率性を維持する上で適切と判断し、2025年12月初からQTを止めた（図表2、3）。Fedは現在、準備預金が潤沢な状態である ample reserve regime を適切と見做している。



この Warsh の持論には市場関係者や学界の一部から反対論が相次いでいる。典型的な反論は、Cecchetti and Schoenholtz (2026)³で、現在は流動性規制が厳しくなっている

² Warsh, K. (2025), “Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads,” IMF Lecture Hosted by G30 や。その後の彼の議論を参照。

³ Cecchetti, S., and K. Schoenholtz (2026), “Warsh’s war on the Fed balance sheet: A dramatic reduction in reserves could be a cure

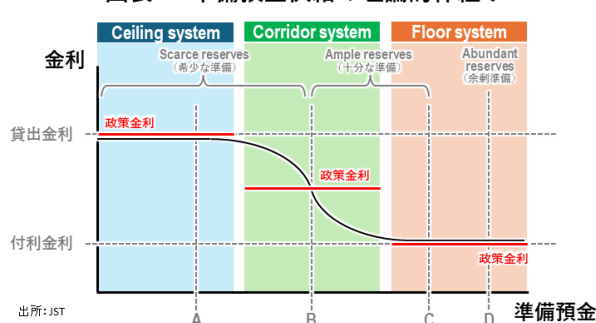
ので銀行の流動性需要が高まっており、その一方で Fed の discount window から借入を行うことへの汚名 (stigma) が銀行界に根付いているので、削減は難しいこと、もしも大幅な削減を行えば、市場金利が急騰するリスクがある (前掲図表 3)、と訴えている。

しかし、その一方で、時間をかければ Fed は自らのバランスシートを削減可能という議論も聞かれる。実際、FOMC でも 3 月会合において、数名が Fed のバランスシートについて、銀行流動性規制や Standing Repo Operations (STR) の役割等の観点から議論を開始していることが、その議事要旨からも確認されている。Fed の中では、Bowman FRB 金融規制担当副議長、Miran FRB 理事、Logan Dallas Fed 総裁がバランスシート削減に向けた積極的な情報発信を行っている。そこで本稿では、中央銀行の準備供給は本来どうあるべきかという観点から、Fed のバランスシート削減の是非やその時間軸を考える。

2. 準備預金供給システムの 3 つのコンセプト

Fed のバランスシート削減を考えるにあたっては、準備預金の供給システムの設計を理解し、どのシステムを採用するかが重要である。準備預金供給システムは、ceiling system、corridor system、floor system の 3 種類がある (非常に単純化したコンセプトは図表 4)。

図表4：準備預金供給の理論的枠組み



- まず、Ceiling system は、GFC を契機に世界の中央銀行が量的緩和政策（以下、QE）を始める前に広く採用されていたシステムである。中央銀行は準備預金需要曲線の上方のフラットになっているところでオペレーションを行う（同図 A）。銀行は借入準備金の構造的なニーズを中央銀行の貸出ファシリティを通じて借入を行うことで満たす。この貸出金利付近に政策金利が来る。準備預金に付利はされない。ここでは準備預金残高は小さいので、scarce reserves regime と呼称する。
- 次に、Corridor system は、ECB が 2014 年頃まで採用していたシステムである。中央銀行は準備預金を構造的な準備預金需要に近い水準に供給し、需要曲線の傾きの急な部分でオペレーションを行う（同図 B）。この需給が交わったところで政策金利が決まる。市場金利は、中央銀行の貸出金利が上限、同準備預金付利金利 (IORB) が下限となって決まる。準備預金残高は、幅が広く、ceiling system 並みに小さく (scarce reserves regime) できるところから、金融危機への対応等により

worse than the disease,” Financial Times を参照。

floor system 並みに大きいところ (ample reserves regime) まで、幅が広い。準備預金需要曲線の傾きが急なので、需給の僅かな変化でも金利のボラティリティは上昇する。

- 最後に、Floor system は、QE を行ったほぼ全ての中央銀行が現在利用しているシステムである。中央銀行は銀行の構造的な準備預金需要よりも多額の準備預金を供給し、準備預金需要曲線の一番低い所にあるフラットな傾きのところでオペレーションを行う。準備預金には付利する⁴。政策金利は準備預金付利金利によって決まり、政策金利はその近辺で推移する。ここでは 2 種類のバリエーションを考え得る。同図 D は、世界の中央銀行がコロナ禍危機を脱するため、かなり過剰に準備預金を供給したケースであり、C は floor system の中で準備預金を最小限にしようとするケースである。D は準備預金水準が過剰に大きいので、abundant reserves regime と呼ばれ、C は ample reserves regime の範疇に入ると考えられる。いずれにしても、他のシステムよりも準備預金残高は大きくなるが、その中でも例えば Fed の 2017 年以降及び 2023 年以降の QT は、D から C へと移行するプロセスであったと理解でき、FOMC は 2025 年 10 月に QT を終了させる際に、預金残高は ample level まで減少した、と述べている。

さて、Fed は金融環境を所与として、一応 C まで QT を進め、現在はその付近にとどまっている。この先、どの準備預金制度を採用するか次第で、準備預金の削減額が決まることになる。この点、Dallas Fed 総裁の Logan (2025)⁵は、効率性と実効性という 2 つの軸で議論して scarce reserve regime よりも ample reserve regime の方が望ましいと論じている。すなわち、効率性 (パレート効率、誰かの状況を悪化させずに、他の誰かの状況を改善することが不可能である資源配分状態) の観点からは、市場金利が準備預金付利金利 (IORB) と近い水準にあることが効率性が高いこと、実効性の観点からは、昔の scarce reserve regime では準備預金供給を限定的に実施することによって、準備預金にリスクプレミアムを生じさせて市場金利を IORB よりも高くするが、GFC 以降に銀行規制の変化や銀行のリスク管理の変化によって準備預金需要が大きくなっていく下では、Fed が頻繁かつ正確に準備預金需要を相殺するように調節しないで済む ample reserve regime が実効性が高いこと、を説明している。Powell (2025)⁶や Logan (2025)⁷は別の機会で、従来の scarce reserve regime は Fed が準備預金に付利できなかったので、銀行がコストをかけて準備預金を最小化するという非効率で、リスクが高い

⁴ これは、銀行の準備預金に対して市場金利に近い金利を支払うことによって、貨幣を保有する機会費用をゼロにし、社会的な非効率性を最小化するという意味では、Friedman rule と解釈することもできる。Friedman, M. (1969), "The Optimum Quantity of Money: And Other Essays," Aldine Publishing Company を参照。

⁵ Logan, L. (2025), "Efficient and effective central bank balance sheet," remarks at the Bank of England Agenda for Research Conference を参照。

⁶ Powell, J. (2025), "Understanding the Fed's Balance Sheet," remarks at the 67th Annual Meeting of the National Association for Business Economics を参照。

⁷ Logan L. (2025), "Ample liquidity for a safe and efficient banking system," remarks at 'The Evolving Landscape of Banking Funding,' conference at the Federal Reserve Bank of Dallas を参照。

システムであったと述べている。一方、経済が危機的状況を脱して正常な状態にある中では、準備預金の供給が過剰に多い (abundant) こともまた非効率である。準備預金のマクロ的な残高が多過ぎれば、銀行システムは生産性の高い投資をせずに準備預金を持ちすぎることになる、としている。

また、前述の Logan (2025)は更に、米国の市場金利が IORB よりも高くなると、市場金利のボラティリティが顕著に上昇する、としている。これは、流動性を金融機関間で再分配する際の摩擦から発生している。したがって、市場金利が IORB に近く、しかも恐らくはそれよりもやや低いことが、実効性のある金利調節とみなすことができる、と述べている (前掲図表 3)。

その上で、Logan (2025)⁸は、銀行の準備需要には短期需要と長期需要があり、Fed は長期需要を満たすような調節が望ましいとしている。その上で、もしも Fed の金融市場における存在感を小さくしたいのであれば、ceiling tools を用いて調節をすることが望ましい、としている。すなわち、銀行は準備需要を Fed の discount window と Standing Repo (SRP) Facility にアクセスすることによって決めることができる。これだと、銀行支払いにショックが生じて準備需要を一時的に増大させたとしても、中央銀行が ceiling tools を用いて準備預金の再分配を行えば、準備預金の長期需要を減らすことすらできる、としている。これは、準備預金需要が一時的に増大した場合には中央銀行からの借り入れで賄い (latently ample)、通常は準備預金を必要最小限にしておくという考え方で、Demand-driven ceiling system とも呼ばれる。この場合、中央銀行は長期の準備預金需要を減少させつつ、ceiling tools を提供することで、金利コントロール力を強めることができる (前掲図表 4 の Corridor system の右端に位置)。但し、Logan は、Fed の存在感を小さくするのであれば、という観点で提案しているのもあって、これが望ましいとは言っていない。

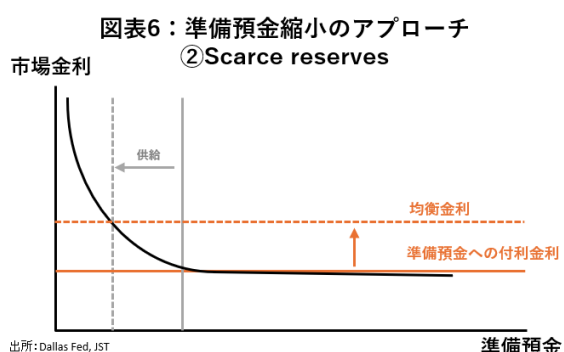
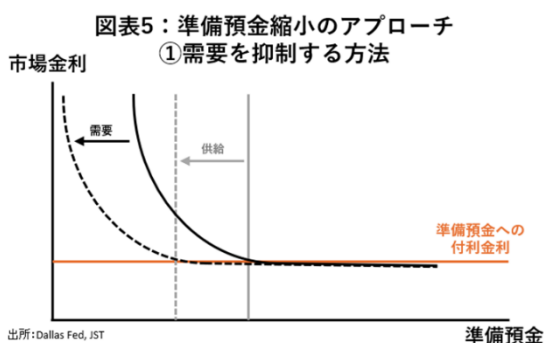
Fed が ample reserve regime の中で準備預金供給を更に減らす場合と、サブプライム問題発生以前のように scarce reserve regime に戻る場合とでは、調節方法が異なる。Logan (2026)⁹によれば、前者は準備預金需要を抑制することで需要曲線を左にシフトさせることで達成される (図表 5)。後者は、準備預金供給を、市場金利が Fed が銀行の準備預金の最後に減らした限界的な機会費用を明確に上回らせることによって需要曲線上を駆け上がらせることで達成される (図表 6)。

前述の Logan (2026)は、両者を比較すると、需要を左にシフトさせる方が、scarce reserve regime に戻すよりも良い、としている。これは、Fed が準備預金を低コストで供給できるにも拘わらず、市場金利を IORB よりも高くして銀行にコストを払わせることは、非効率だからである。そして、次にどうやって需要曲線を左にシフトさせるのか、

⁸ Logan, L. (2025), "Opening remarks for panel titled 'Post-Pandemic Challenges for Monetary Policy Implementation,' remarks at the Conference on the Future of Central Banking at Banco de México を参照。

⁹ Logan, L. (2026), "The banking system and the demand for reserves," remarks at the Eleventh District Banking Conference を参照。

その具体的な方法が重要である、としている。



これに対し、FRB 副議長の Bowman (2025)¹⁰は、FRB 高官として初めて、自分の長期的な選好として、可能な限り最小の準備預金残高が望ましいとして ample よりも scarce に近いものを指向したいと表明している。その理由として、金融市場や国債市場において Fed の存在感をできるだけ小さくしたいこと、そして scarce に近くなれば、銀行が積極的に市場のストレスを読み取りながらバランスシートを管理するようになるという理由を挙げている。現在の Fed 高官の中では、この考え方は少数派であろう。

3. 他國中銀が目指している準備預金供給システムの方向性

ここで、同様にコロナ禍以降に QE 政策を徐々に手仕舞ってきた主要先進國中銀が、準備預金供給システムを先行きどうしようとしているかを鳥瞰してみよう（図表 7）。これまでのところ、scarce reserves regime に戻ろうとする動き、すなわち ceiling system ないし corridor system に戻ろうとする明確な動きはみてとれていない。Fed よりも前に QT を止めた先（Bank of Canada、ECB）もあるが、彼らを含め、主要中銀はむしろ、floor system を維持しつつ、abundant reserves regime から ample reserves regime に戻し、ample reserves regime の中でも機動的なオペ等の工夫によって準備預金残高をもう少し減らそうと指向する先が多いようである。その中であって、未だに国債購入を続けている日銀からは、国債購入を止めた後の展望までは情報発信されていない¹¹。

¹⁰ Bowman, M.W. (2025), “Thoughts on Monetary Policy Decisionmaking and Challenges Ahead,” remarks at the Forecasters Club of New York Luncheon を参照。

¹¹ 日本では、先行きどこまで日銀のバランスシートを削減すべきかという議論は少なく、現時点では Shiratsuka, S. (2025), “Toward a Guidepost for Quantitative Tightening: The Case of the Bank of Japan,” The Japan Economic Review が数少ない研究である。同論文ではマイナス金利政策以前の段階で、市場金利と政策金利のスプレッドが安定的になるところまで準備預金残高を減らすべきとしており、Fed が昨年未だに QT を止めた際の理屈と似ている。

図表7：米国以外の主要中央銀行の準備預金供給と市場金利誘導の枠組み

欧州 ECB	Floor system	<ul style="list-style-type: none"> ・設立当初は①限界貸付ファシリティ金利（MLF）、②主要リファイナンスオペ金利（MRO金利）、③預金ファシリティ金利（DFR）からなるCorridor systemを採用も、2015年以降は短期マネーマーケット金利がCorridor下限のDFRに寄り付く、事実上のFloor systemとなっていた ・2024年3月に、準備預金供給枠組み変更方針を公表。新しい枠組みでの政策調整の中心は、金融危機前に政策金利として機能していたMRO金利（1週間オペ金利）からDFR（準備預金金利、現在の事実上の政策金利）に変更するとした（=Floor systemを維持） ・準備金の規模はBS縮小に伴い縮小するが、ECBはオペ（主要リファイナンスオペやLTRO）を通じ銀行が必要とするだけの流動性を提供するとした（全額供給方式） ・短期マネーマーケット金利は基本的にはDFRとMRO金利の間の狭いレンジ（15bp幅）で推移する想定、多少のボラティリティは許容する ・MLF（ECBから銀行への貸付金利）はオペで流動性需要が満たせない場合の上限として機能
英国 BoE	Floor system	<ul style="list-style-type: none"> ・現在のバンクレート（準備預金付利金利）を基準としたFloor systemの形は維持しつつも、準備預金の縮小を進め、将来的にはレポによる流動性供給で準備預金残高を調整する仕組みに変更する方針 ・準備預金は、現在のAbundantな規模から、“Preferred Minimum Reserve Range (PMRR)”まで減らす方針（BoEはAbundantとScarceの間をPMRRと定義） ・BoEは毎週のレポ（1週間物・6ヵ月物）を通じ、銀行が必要とするだけの流動性を供給（全額供給方式） ・レポ金利をバンクレートと同じ水準（担保のレベルによってはバンクレートより高い）に設定し、翌日物金利をバンクレートの近辺に誘導する仕組み
カナダ BoC	Floor system	<ul style="list-style-type: none"> ・2020年3月にCorridor systemからFloor systemに移行。2022年4月に今後もFloor systemを維持する方針を示しており、2025年1月にも枠組み維持のため、金利設定の微調整を行っている ・バンクレート（BoCから銀行への貸付金利）とデポジットレート（準備預金への付利金利）で市場金利誘導のOperating rangeを形成。政策金利の翌日物金利誘導目標は、レンジ下方のデポジットレート近辺（同金利から5bp上）に設定されている ・BoCは準備預金残高を「銀行の需要を満たすのにちょうどよい(“Just enough”)規模」に維持するとしており、この規模を500～700億CADと推計。2025年1月に適切な水準に達したとして同年3月のQT終了を決定し、現在はバランスシートの規模を維持するためにT-bill購入などの資産買い入れを再開している
日本 日銀	Floor system	<ul style="list-style-type: none"> ・2013年4月の量的・質的金融緩和の局面では、無担保コール翌日物金利は超過準備付利金利近辺で推移していた。2016年1月のマイナス金利導入後は、翌日物金利は当座預金の階層構造のもと、政策金利残高への付利（-0.1%）と、マクロ加算残高への付利（0%）の間で推移するようになった ・マイナス金利解除・当座預金階層構造の廃止後は、超過準備への付利金利で無担保コール翌日物金利を誘導する仕組みになっている ・現在は国債買い入れ減額の段階で、本格的なQT（買い入れ停止）局面には至っていない。将来的な準備預金残高の規模や、準備預金供給枠組みの議論は本格化していない

出所：各中央銀行公表資料

4. 準備預金残高の減らし方と経済合理性

準備預金供給システムとしてどれを選ぶべきかには色々な考え方があるが、ここでは多数派の考え方として ample reserve regime を選択し、その範囲内で準備需要を減らされるかを考える。その下で、大きな方向性としては、2つある。第1に、流動性規制や discount window の使い方等の制度の見直しである。流動性規制は意味のある規制であり、準備預金残高を減らすために見直すのは本末転倒であるが、もしもそれが銀行にバッファとして流動性を持たせながら、いざ金融危機が生じた時にそれを使うことを躊躇わせるような制度であれば、見直しの余地がある。また、Fedが提供している discount window を使い勝手良くすることも資するだろう。そして第2は、我々の私見であるが、今の銀行が中央銀行に流動性を依存し過ぎているので、その負債構造を見直させることが必要ではないだろうか。

なお、scarce reserve regime を選択する場合は、準備預金残高が2007年以前に比べれば流動性規制の強化によって増加するかもしれないが、それでも他の regime に比べれば劇的に減少することになる。

（1）流動性規制・監督の見直しや discount window の積極活用等

Ample reserve regime の下では、準備預金需要を減らすためには、以下の幾つかの点に見直しの余地がある、とされている。FOMCでも、古くは Logan and Schulhofer-Wohl (2018)¹²の FOMC 向けの検討から始まり、現在も様々な研究が行われているほか、多く

¹² Logan, L., and S. Schulhofer-Wohl (2018), “Possibilities for Reducing the Long-run Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet,” mimeo to the Federal Open Market Committee, Board of Governors of the Federal Reserve System, authorized for public release by

の識者からも提言されている。最近では Fed 高官からの意思表示も聞かれつつある。

A. TGA 勘定の振れを均す手段の導入

米国政府が Fed に持っているキャッシュマネジメント口座の働きをする財務省総合口座 (Treasury General Account、以下 TGA) が日々大きく変動するため、Fed は現在、これを吸収するために自らのバランスシート、ひいては準備預金残高をある程度大きくせざるを得なくなっている¹³。

この問題を解消するために、FRB の Vissing-Jorgensen (2026)¹⁴は、Fed が多額の T-bill を保有し、これを用いて TGA が増加したら T-bill を購入、TGA が減少したら T-bill を売却、という調整を行って吸収することを提言している。それ以外にも、Nelson (2025)¹⁵や Logan (2026)¹⁶は、NY 連銀が TGA を自動的にレポ市場に入れて一種の不胎化をすることで、準備需要に影響を及ぼさなくすることを提言している。

B. 流動性規制・監督の見直し

GFC 以降に厳しくなった銀行への流動性規制は、原則として銀行が自身の資金だけで流動性需要を満たすことを求めている点を問題とする意見がある。

例えば、Liquidity Coverage Ratio (LCR) 規制の緩和が必要との意見が聞かれる。しかし、これは準備需要の問題というよりも、本来は流動性規制がどの程度の厳しさであるべきかという議論の結果として判断されるべきものである。興味深いのは、FRB 副議長の Bowman (2026)¹⁷が、LCR は担保に対する信用供与を認めていないなど、平時において銀行が不必要なコストを負担している一方で、ストレス時には LCR の最低水準を下回ることを恐れてそのバッファーを使用できないという景気にプロシクリカルな問題を生んでいるとして、この基準やインセンティブの再調整が必要であると述べていることだ。しかし、これに対して FRB の前金融規制担当副議長である Barr (2026)¹⁸が、流動性要件が緩和されるとの示唆もなされているとして、更に Fed が金融監督に従事しているスタッフを 30%超もリストラし、監督業務も弱体化していることにも触れつつ、銀行業は信頼によって成り立っているのだが、こうした対応はそ

the FOMC Secretariat on January 12, 2024 を参照。

¹³ 個人的には、日本では日銀が国庫金勘定をほぼ正確に予想できることと比べても、ここまで予測精度が低いことは不思議である。

¹⁴ Vissing-Jorgensen, A. (2025), "Fluctuations in the Treasury Account and their effect on the Fed's balance sheet," FEDS Notes, Federal Reserve Board を参照。

¹⁵ Nelson, B. (2025), "Forward guidance: Remodeling the house after tearing up the floor: Suggestions for the Fed's implementation framework," LinkedIn を参照。

¹⁶ 前述の Logan, L. (2026)を参照。

¹⁷ Bowman, M.W. (2026) "Liquidity Resiliency, Financial Stability, and the Role of the Federal Reserve," remarks at the Roundtable on Liquidity and Lender of Last Resort sponsored by the Committee on Central Markets Regulation を参照。

¹⁸ Barr, M.S. (2026), "Statement on Bank Capital Proposals," statement for 'Agencies request comment on proposals to modernize the regulatory capital framework and maintain the strength of the banking system'を参照。

の信頼を急速にむしばむものであるとして、既に反対姿勢を表明している。

他にも、Regulation YY は、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）に対し、日中の流動性需要をカバーするよう求めている。これを監督している Fed の Large Institution Supervision Coordination Committee (LISCC)が、包括的な流動性分析・レビュー（Comprehensive Analysis and Review, CLAR）を行っているのだが、そこでは必要な流動性を国債ではなく準備預金を保有することでしか満たせないとされており、この点への問題意識が聞かれる。また、同 Regulation に於いて、流動性ストレステスト（Internal Liquidity Stress Test）において勘案されるのは準備預金残高、国債保有額、agency 債や agency MBS に限定され、貸出担保付きの discount window をカウントできない点の見直しを求める意見¹⁹もある。

これとは別に、Dodd-Frank Act への対応として、Fed と FDIC が銀行破綻処理計画において、大規模金融機関の重要子会社が 30 日間のストレス期間中に十分な流動性を確保しているかを評価・位置付けするフレームワークである Resolution Liquidity Adequacy and Positioning (RLAP)や、破綻処理時における流動性実行の需要を保有するとする Resolution Liquidity Execution Needs (RLEN)の見直しを求める意見もある²⁰。

C. Discount window の積極活用

また、discount window を銀行が積極的に使用するよう奨励するとの意見²¹や、Fed の日常的に用いられる discount window の 1 つとして導入された Standard Repo (SRP) Operations を、もっと必要なときにいつでも利用できるように拡大し、その中央清算をもっと活用すべきとの意見が聞かれる。

前述の FRB 副議長の Bowman (2026)も、discount window をもっと使用できるようにすることに意欲を見せている。具体的には、①現行の開示規則が、銀行が適切に discount window から資金を借り入れることを妨げる stigma の一因となっているとして、discount window を理論上の選択肢ではなく、実効的なバックストップとして機能させるための近代化が必要であり、discount window を日常的な流動性管理ツールとして扱うべき、②discount window での借入コストが同等の市場調達コストよりも高く設定されているため、単なるテスト目的であっても借入をコスト高にしており、また市場は、如何なる利用も脆弱性の兆候として解釈するため、銀行が最も必要としているまさにその時に、このファシリティを利用することを思いとどまらせているとして、借入コストとテスト利用の負担を軽減させるためにスプレッドの縮小などを行うべき、③各地区の連銀における discount window の管理・運用方法にばらつきがあり、この

¹⁹ Nelson, B. (2026), testimony before the U.S. House Financial Services Committee Task Force on Monetary Policy, Treasury Market Resilience, and Economic Prosperity を参照。

²⁰ 例えば、Andolfatto, D. and J. Ihrig (2019), “The Fed and a Standing Repo Facility: A Follow-up,” On the Economy Blog, Federal Reserve Bank of St. Louis を参照。

²¹ 前述の Logan, L. (2026)を参照。

ような分断は借り手に不確実性をもたらすだけでなく、銀行システムの脆弱性を悪化させる要因にもなり得るとして、discount window の管理・運用方法を標準化・一貫化することでアクセスのしやすさと使い勝手を向上させるべき、と述べている。いずれもこれからの課題として述べており、すぐにこれを実現させようとしている訳ではないが、注目に値する。他にも、stigma を解消するために、discount window をそもそも primary credit と secondary credit に分け、前者を債務超過に陥らない solvent bank の日頃から用いる on-demand credit とし、後者を経営状態の思わしくない銀行向けとするという意見²²もある。いずれにしても、discount window を stigma なしに積極的に活用することは、Fed が目指していることである。

D. Fedwire の liquidity savings mechanism の導入

Fedwire 及び Fedwire Securities は即時グロス決済 (RTGS) である。Fedwire は世界最大の決済システムであるが、支払いのためのキューイング (待機・整列) 処理による流動性節約機能 (Liquidity Savings Mechanism <LSM>) が付いていない。この点、他国を見渡すと、日銀ネットや BOK-Wire+をはじめ、他国の決済システムでは付いていることが多い。LSM によって日銀ネットでは 15%、BOK-Wire+ では 20%、BoE の CHAPS でも 20% もの流動性を節約できている、と実証されている (Duffie (2026)²³)。Fedwire に LSM 機能を導入すれば、準備預金残高を削減することができる。

E. 金利の振れを削減して準備預金バッファを削減

銀行がいざという時のために準備預金にバッファを設けることを削減する手法も考えられる。Logan (2026)²⁴は、この観点から、まず政策金利の振れをもう少し許容して準備預金の変動を吸収すること、次に、もっと大きくより頻繁に裁量的な市場調節を行うこと、更には市場金利の ceiling としての SRP を強化すること、を提言している。SRP の強化としては具体的に、SRP にアクセスできない金融機関がいることを改善し、SRP 実施の頻度をもっと上げること、SRP を中央清算の対象とすることでカウンターパーティが貸借をネットアウトできること、等を挙げている。更には、準備預金の供給を Fed が事前に準備預金 ample になるように見積もって行うのではなく、金融機関側の需要を反映した対応に変え、金融機関にオーバーナイトないしごく短期間、担保の見返りで供給するシステムに変更することによって、バッファとなる余分な準備預金を削減するとの考え方も提示している (Demand-driven floor system)。

F. 準備預金残高付利の階層化

前述の Duffie (2026) はまた、準備預金残高がある残高に達したら付利金利を引き下

²² Susan, M. (2024), "Policy Note | Discount Window Stigma: What's Design Got to Do with It?," Journal of Financial Crises, Yale Program on Financial Stability (YPFS), vol. 6(3)を参照。

²³ Duffie, D. (2026) "The Payment System Puts a Floor on the Fed's Balance Sheet," Brookings Papers on Economic Activity を参照。

²⁴ 前述の Logan, L. (2026)を参照。

げるといふ準備預金残高の付利の階層化も提案している。ニュージーランド（RBNZ）やノルウェー（Norges Bank）の中央銀行では既に実施されており、Fedでも Interest on Reserves Workshop (2008)²⁵が、施策の選択肢として、準備預金残高がある水準までは高い金利を付し、それを超えたら低い金利を付すことを提案している。こうすれば、大銀行は準備預金のターゲット残高を、オーバードラフトなしで支払いに必要な残高に近づけられるという趣旨である。この方式を採用している RBNZ の Nield (2008)²⁶は、中央銀行の準備預金供給に求められる役割は決済に必要な規模の残高を提供することであり、銀行の投資目的に資することではない、と説明している。

こうした様々な論点を統合して、どの手法を採用すべきかという価値観を入れずに、様々な方策の準備預金残高削減効果を FRB の Anderson et al. (2026)²⁷が試算しており、参考になる（図表 8）。Fed ボードメンバーの Miran (2025)(2026)²⁸は、この試算を基に、どの銀行規制もコストとベネフィットを十分に検討し、その上で必要になるなら取り組むべきであり、縮小するという判断がなされた後にも、実施には 1 年以上を要するので、全体では数年を要する、としている。

図表 8: 準備預金削減のための政策手段とその削減効果推計

		10億ドル		
政策手段	最低	中心	最大	
1 ディスカウント・ウインドウ (DW) を LCR にカウント	50	250	450	
2 ストレス期の LCR 要件を緩和 (DW 等を使用できるので過剰なバッファは不要)	50	125	200	
3 DW 他 の流動性ソースの容量を認識し、国際流動性ストレステストを見直し	50	125	200	
4 G-SIB 向けの Resolution Liquidity Requirement (RLEN 他) の見直し	0	50	100	
5 デイリーの仲介に関し Supplementary Leverage Ratio (SLR) を緩和	-	-	-	
6 銀行監督が TB と準備預金を同等に扱う	25	38	50	
7 EFRR を IORB より高く調節して銀行がインターバンクで貸し出すインセンティブ付け	150	350	550	
8 準備預金を階層化	-	-	-	
9 Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) へのアクセスを拡大	25	112	200	
10 Foreign Banking Organizations (FBOs) の準備需要にスワップ協定を活用	-	-	-	
11a コミュニケーションによって Standing Repo (SRP) Operations 使用の汚名を削減	-	-	-	
11b SRP 借入れを拡大し、中央清算を活用	-	-	-	
12 Treasury General Account (TGA) の変動を T-Bill で相殺	50	125	200	
13 Fedwire で Liquidity Savings Mechanism (流動性節約メカニズム) を活用	100	112	125	
準備預金需要削減額合計 (ナイーブな合算)	500	1,287	2,075	
準備預金需要削減額合計 (モンテカルロ・シミュレーション)	825	1,287	1,750	
14 Treasury General Account (TGA) 管理の改革	200	300	400	
15 海外リバース・レポ・プールの使用を抑制	0	50	100	
Fed バランスシートの削減額 (ナイーブな合算)	700	1,637	2,575	
Fed バランスシートの削減額 (モンテカルロ・シミュレーション)	1,150	1,637	2,125	

出所: Anderson, Barbarino, Diercks, and Miran (2026)

²⁵ Interest on Reserves Workshop (2008), “Interest on Reserves: A Preliminary Analysis of Basic Options,” Federal Reserve Board, authorized for public release by the FOMC Secretariat on May 6, 2015 を参照。

²⁶ Nield, I. (2008), “Evolution of the Reserve Bank’s liquidity facilities,” Bulletin, Vol. 71, No. 4, Reserve Bank of New Zealand を参照

²⁷ Anderson, A., Barbarino, A., Diercks, M., and S. Miran (2026), “A User’s Guide to Reducing the Federal Reserve’s Balance Sheet,” Finance and Economics Discussion Series 2026-019, Federal Reserve Board を参照。

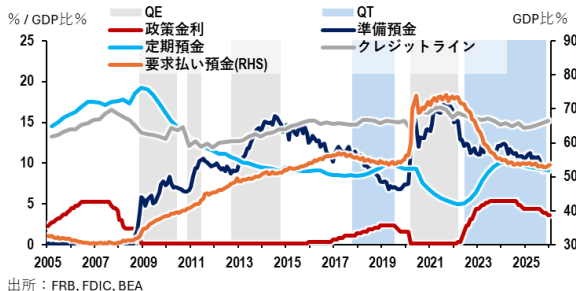
²⁸ Miran S. (2025), “Regulatory Dominance of the Federal Reserve’s Balance Sheet,” remarks at the Bank Policy Institute and Small Business & Entrepreneurship Council 及び、Miran, S. (2026), “Prospects for Shrinking the Fed’s Balance Sheet,” speech at the Economic Club of Miami を参照。

(2) 金融機関の負債管理のラチェット効果の解消

しかし、流動性規制等の緩和が本当に望ましいのかには色々な議論がある。ここでは、そうした議論の前に、そもそも金融機関の負債管理がQEが行われてきたことで変質してきたことと、これが準備預金需要に影響していることを以下で示す。

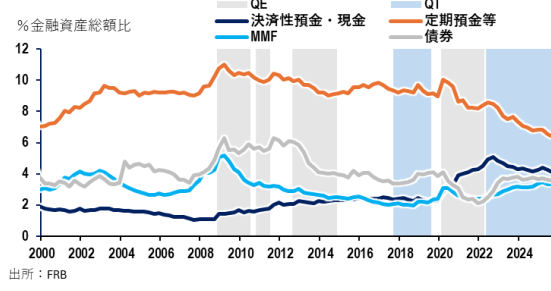
図表9・10をみると、FedがQEを行う度に、米国の銀行は要求払い預金を増やし、定期預金を減らしてきた。これは、金利がほぼゼロになるために、家計や企業から預金を要求払い預金に集中させるのは素直な反応である。しかし問題は、定期預金はその後のQTでも減り続ける一方、要求払い預金は増え続ける傾向がみられることである。この時期は、金利が上昇しているのに企業や家計には定期預金にシフトするインセンティブがあるにも拘わらず、銀行は高金利を提供する一方ですぐには引き出せない定期預金を増やさず、要求払い預金を増やしている。唯一の例外はコロナ危機終了後の2022年後半から2023年までであるが、それでも要求払い預金も定期預金もかつて同程度の金利が付いていたGFC以前の構成にまでは戻っていない。言い換えれば、銀行は、いざとなればFedの流動性に依存する(Acharya et. al (2024)はこれを liquidity dependence<流動性依存>と呼称²⁹⁾ことを予め視野に入れて、収益の拡大を優先して以前の金利が付いていた時代のような厳格なALM管理を行わなくなっているのである。FedがQEを行い、金利がほぼゼロとなる中で定期預金から要求払い預金に資金がシフトした後、QTに転じ、政策金利が上昇しても、銀行の要求払い預金と定期預金の比率が元に戻らないという、預金構造のラチェット効果が働いているのである。

図表9：米銀 準備預金・預金・クレジットライン推移



出所：FRB, FDIC, BEA

図表10：米非金融企業・家計の金融資産



出所：FRB

通常、EFFRはFF市場で流動性の供給者がどの程度の需要を得られるかを示し、IORBはFedが市場でセットする金利である。したがって、この差が流動性の価格となる。かつては、これは準備預金需要だけで決まっていたと考えられがちであったが、実際に両者の関係を回帰分析しても、有意な結果は得られない(図表11)。そこで、

²⁹⁾ Acharya, V., Chauhan, R., Rajan, R. and S. Steffen (2024), "Liquidity Dependence and the Waxing and Waning of Central Bank Balance Sheets," NBER Working Paper Series 31050 がこれを初めて指摘した。更に、これを日本にも当て嵌まることを見出し、かつ銀行規模毎の違いや日米欧のこの傾向の強さを比較してその背景まで議論したものに、Ugai, H., and T. Osada (2026), "Reversal of the BoJ's balance sheet policy and liquidity dependence," Special Issue 'Macroeconomics and Japan's Reality: Effects of Monetary and Fiscal Policies,' The Japanese Economic Review がある。

Lopez-Salido and Vissing-Jorgensen (2023)³⁰が、準備預金需要は銀行の負債サイドの預金の流動性の状況によっても影響を受けることを見出した。例えば、いつでも引き出される要求払い預金が増えればそれだけ急に引き出されるケースに備えて準備預金需要も増える。定期預金は引き出しに一定の制限がかかるので、それだけ準備預金需要が減少する。前述の Acharya et al. (2024)は、これに更に銀行のクレジット・ラインも含めている。未使用のクレジット・ラインがあると、いざという時に貸出に変化するので、銀行はその分も流動性需要が必要になるからである。以上を簡単に定式化すると、

$$EFFR_t - IORB_t = c + \alpha \text{Ln}(\text{Reserves})_t + \beta \text{Ln}(\text{Deposits})_t + \gamma \text{Ln}(\text{Credit Lines})_t + \varepsilon_t$$

Reserves は準備預金、Deposits は預金で、要求払い預金 (Demand Deposits) と定期預金 (Time Deposits) に分解できる。Credit Lines は未使用のクレジット・ライン (或いはコミットメント) である。各説明変数は対数変換されている。

回帰分析を行った結果は、図表 11 の通りである。まず、準備預金だけだと、係数がマイナスである点で方向性はあっているが、統計的に有意でない。しかし、次に説明変数に準備預金だけでなく預金を入れると、準備預金の係数はしっかりとマイナスで入り、預金の係数はプラス、かつどちらも統計的に有意に入る。さらに預金を要求払い預金と定期預金に分解すると、要求払い預金の係数は大きくかつプラスで、統計的にも有意である。一方、定期預金は、要求払い預金よりもずっと小さなプラスの係数であり、要求払い預金ほど流動性需要に繋がらないという意味で予想通りであるが、統計的には有意になっていない³¹。最後に未使用のクレジット・ラインと準備預金を共に入れると、準備預金はマイナスの係数、クレジット・ラインは予想通りプラスの係数であり、どちらも統計的に有意となる。

図表 11: 銀行流動性需要の価格決定要因

	(1)	(2)	(3)	(4)
	EFFR-IORB	EFFR-IORB	EFFR-IORB	EFFR-IORB
Ln (Reserves)	-0.0010 (-0.0216)	-0.0948 (-2.5271)	** -0.2425 (-6.7503)	*** -0.1694 (-5.4606)
Ln (Deposits)		0.1507 (3.8983)	***	
Ln (Demand Deposits)			0.3163 (7.0950)	***
Ln (Time Deposits)			0.0419 (1.2505)	
Ln (Unused Credit Lines)				0.3080 (4.9304)
Constant	-0.0945 (-0.2989)	-1.9412 (-4.1573)	*** -1.4995 (-4.6854)	*** -1.2579 (-4.2375)
Number of obs	204	204	204	204
Adj. R-sq	-0.0049	0.3914	0.6618	0.5763
Type of regression	OLS	OLS	OLS	OLS
S.E. (#of Lags)	Newey-West (12)	Newey-West (12)	Newey-West (12)	Newey-West (12)

注: ***は1%, **は5%, *は10%で統計的に有意。出所: JST推計, Acharya et al. (2024)

³⁰ Lopez-Salido, D., and Vissing-Jorgensen, A. (2023), "Reserve demand, interest rate control, and quantitative tightening," Working Paper, Federal Reserve Board of Governors を参照。

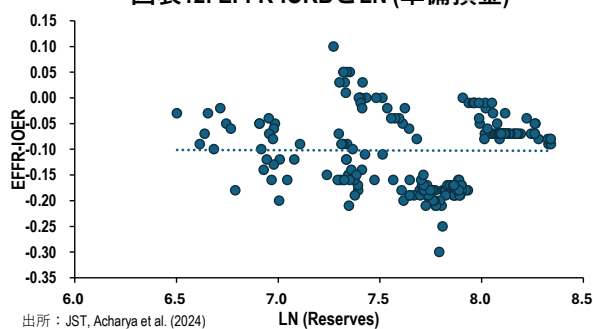
³¹ 本来は、銀行は定期預金を多く取る程流動性需要が減少するという意味で、マイナスの係数が出ると予想されたが、ここではマイナスにはならなかった。この辺りは、流動性需要に加わる外生的なショックを厳密に識別しないとうまく計測できないのかもしれない。因みに、前述の Acharya et al. (2024)では、2021年までの計測ではマイナスを付けていた。また、Ugai and Osada (2026)では、そうした大きなショックをコントロールしたうえで日本について計測したところ、定期預金の係数はマイナスとなった。

次に、この定式を、以下のように変換する。

$$EFFR_t - IORB_t = c + \alpha \left[\ln(\text{Reserves})_t + \frac{\beta}{\alpha} \ln(\text{Deposits})_t + \frac{\gamma}{\alpha} \ln(\text{Credit Lines})_t \right] + \varepsilon_t$$

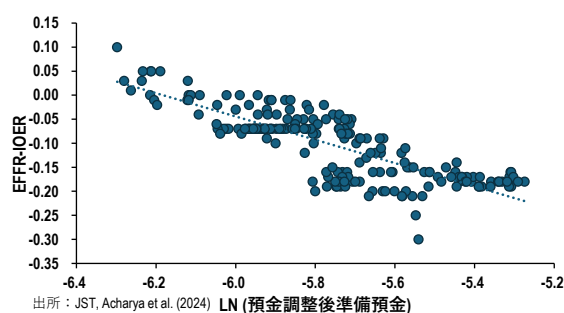
この括弧の中を、預金やクレジット・ラインによる需要を調整した準備預金とみなすことができる。この形で EFFR と IORB の差と準備預金需要の関係をグラフでプロットしてみると、図表 12 のように単に準備預金だけだと両者の間の負の相関がみとれない。しかし、預金調整後（図表 13）やクレジット・ライン調整後（図表 14）であれば、両者の間の負の相関が明確にみとれる。すなわち、銀行の預金構造やクレジット・ラインの供与の程度が、準備預金需要に大きな影響を与えていることがみとれよう。

図表12: EFFR-IORBとLN(準備預金)



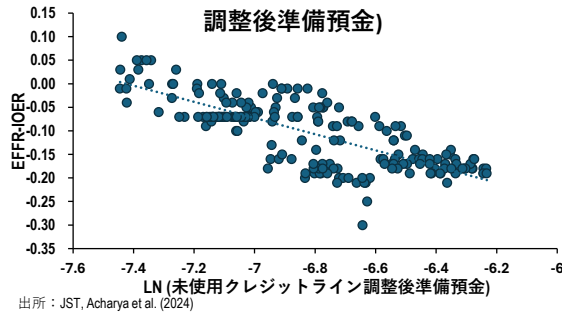
出所：JST, Acharya et al. (2024)

図表13: EFFR-IORBとLN(預金調整後準備預金)



出所：JST, Acharya et al. (2024)

図表14: EFFR-IORBとLN(未使用クレジットライン調整後準備預金)



出所：JST, Acharya et al. (2024)

以上より、銀行が金利が普通に付いている時代に流動性リスクを勘案して構成していた預金構造を QE 期に崩し、QT 期になっても見直しをしなかった結果、それだけ銀行の流動性需要が大きくなったままの状態にあることがわかる。これは中央銀行に依存することを前提とした構図であり、健全な姿ではない。2023 年 3 月に Silicon Valley Bank が金利上昇に伴う保有債券の含み損と急激な預金引き出しによって経営破綻に陥り、それが幾つかの中堅銀行の破綻を招来したのも記憶に新しい。

Fedはこのラチェット効果を是正することを諦めるのであれば、前節のように流動性規制や Fed の discount window の使い方を見直すことが準備預金需要削減の切り札となる。しかし、Fed が、銀行に対して中央銀行への liquidity dependence の状態を見直すように仕向けるのであれば、規制等とは関係なく準備預金需要を縮小することが可能であり、また銀行のリスク管理の面からも望ましい。我々はこの方策によって準備預金需要を削減できることが重要だと考えている。そうでないと、今後、Fed が必要に迫られて QE を行う度に、その後銀行に liquidity dependence が強まるという副作用が生まれてしまう。但し、銀行が自発的に負債構造を見直すには時間がかかるので、それだけ

時間的猶予を与える必要はあろう。

5. おわりにかえて～幾つかの誤解を解く

以上、みてきたように、ample reserves regime の下でも、銀行が ALM 管理をサブプライム問題以前のようによりリスク回避的に行うように指導するか、流動性規制の見直しか、あるいは discount window を平時に容易に使えるようにする等であれば、準備預金、更には Fed のバランスシートを削減できることが判明した。但し、この議論は、時間をかければという条件付きである。最後に、Warsh 氏や共和党の一部議員が指摘してきた、Fed のバランスシート削減がもたらす時に期待されることがあるこれ以外のメリットについて吟味しよう。

第 1 に、Fed のバランスシートを縮小すればインフレ圧力を軽減できるという考え方である。しかし、Fed はマクロ経済の総需要をマネタリーベースではなく金利で調整しており、金融機関の risk-taking channel を通じたクレジット供与でさえも金利で制御できるため³²、その下で準備預金は付利されているので使われずに滞留しているに過ぎず、インフレ圧力になっていないと考えられる。

但し、留意点が 2 点ある。1 つは、金融政策は QE によってポートフォリオ・リバランス効果を持ったが、Fed のバランスシートを削減する段階ではその巻き戻しの作用が生じるので、今回更にバランスシートを削減すれば、むしろ引き締めの可能性があるということである。しかし、QE の効果は、直接的なポートフォリオ効果よりも、これが大規模緩和であるというサインを出すことで長期金利予想に働きかける意味合いが大きかった。実際、QT 期では Fed が引き締めのサインという意味を持たせないことで、政策効果を削減させた。それだけに、バランスシートを更に削減しても、期待形成への働きかけをしなければ、金融引き締め効果は大きくない筈である。2 つ目は、銀行が準備預金を大量に保有していることでいざという時にこの資産を、利益を生む他の資産に潜在的に振り替えるリスクは残るということである。しかし、その場合でも、銀行のリスクテイク力のコントロールは、金利調整で可能と考えられる。

第 2 に、Fed が準備預金に付利していることで、利払いに使われることで国民の税負担が嵩んでいるという批判である。Fed がこの利払いを止めれば、今後 10 年間で \$1tn もの国民負担を止める事ができるとの試算もある。しかしこれも、投資機会を広く捉えなければならぬ。Fed は、準備預金を大量に供給してそれに利払いを行うことを止めれば、銀行は準備預金の保有を減らし、T-bill 等の安全資産の保有を増やすと予想される。そうなれば、Fed ではなく政府が T-bill の利払いを増やすことになる。すると、Fed から国庫への納付金が増える一方で政府の利払い負担が増すので、国民の負担は変

³² Adrian, T., and H.S. Shin (2011), "Financial Intermediaries and Monetary Economics," Ch.12 of Handbook of Monetary Economics, Volume 3A 及び Bernanke, B. and A. Blinder (1992), "The federal funds rate and the channel of monetary transmission," American Economic Review, 82 を参照。

わらないことになる。

この2つの批判が成立しないのであれば、結局のところ、焦点は Fed が銀行の ALM 上の負債構造をどうしたいのか、その際に流動性規制や discount window を見直す必要性が出てくるのか、にあることが明らかだろう。QE がもたらした、いざという時の中央銀行への流動性依存 (liquidity dependence) を前提として行動している銀行の状況を、ある程度昔に戻す好機との考え方ができるかもしれない。Warsh 氏がどのような発想で Fed のバランスシートの削減を行うとしているのかは現時点では判然とはしないが、金融システムについて、リスクを助長したりモラルハザードを助長することなく、長い目でみてマクロ的にリスクを縮小するという観点が重要であろう。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。